



## Nyhedsbrev – februar 2003

1. Hyppigere ejerskifter af mindre og mellemstore virksomheder !
2. Salg af selskaber ejet af holdingselskaber.
3. Ny hjemmeside, [www.slpartner.dk](http://www.slpartner.dk)
4. Tilmelding og afmelding, samt Kontakt - Ønsker du fortsat at modtage dette nyhedsbrev?

### Velkommen

Kære læser.

Velkommen til endnu et nummer af Schrøder • Lucas & Partneres nyhedsbrev.

De seneste ti år har vi som virksomhedsmæglere oplevet en tendens, hvor de virksomhedsejere, der sælger deres mindre eller mellemstore virksomhed, bliver yngre og yngre. Vi har set nærmere på årsagerne til dette.

I løbet af 90'erne blev der etableret et stort antal holdingselskaber, hvoraf mange blev etableret som et led i en forberedelse af et senere salg af driftsselskabet. Vi ser på sådanne holding- og driftsselskabers karakteristika og indvirkningen på værdiansættelsen ved salg.

Vi har udarbejdet en ny version af vores hjemmeside (se [www.slpartner.dk](http://www.slpartner.dk)), hvor tanken er at hjemmesiden udover faktuel information om Schrøder • Lucas & Partnerne også skal indeholde links og information relateret til området virksomhedskøb og -salg, generationsskifte samt kapitaltilførelse.

God læselyst!

### 1. Hyppigere ejerskifter af mindre og mellemstore virksomheder !

De seneste ti år har vi som virksomhedsmæglere oplevet en tendens, hvor de virksomhedsejere, der sælger deres mindre eller mellemstore virksomhed, bliver yngre og yngre. Der kan være flere årsager til dette.

For det første kan det være at virksomhedsejere er blevet mere opmærksomme på, at de skal have god tid til at nyde deres otium.

For det andet kan det skyldes, at virksomhedsejerne er blevet opmærksomme på, at deres virksomhed næppe har tilstrækkelig kritisk masse til at klare sig i fremtidens globale konkurrencesituation.

For det tredje kan det skyldes at virksomhedsejere er blevet bedre til at optimere værdien af deres virksomhed, og sælge når virksomhedens værdi er på toppen – måske inspireret af de mange ejere af IT-virksomheder, der frem til år 2000 solgte deres virksomhed, mens de endnu kun var i 30-års alderen.



Et fjerde forhold, der kan spille ind, er, at ændringer i samhandelsforhold, konkurrencesituation, produktudvikling m.v. sker hurtigere og hurtigere, hvilket kræver hurtigere ændringer blandt aktørerne i givne brancher.

Under alle omstændigheder virker det som om, at der i disse år vendes op og ned på den forestilling, som trods alt stadig er fremherskende i mange mindre og mellemstore virksomheder: Generationsskifte eller salg af virksomhed er noget man først begynder at tænke på, når virksomhedsejeren nærmer sig de 60 år.

Virksomhedsejere der har et sådan perspektiv på virksomhedens udvikling risikerer med stor sandsynlighed, at virksomhederne går i stå. Og virksomheder, der i dagens skærpede konkurrencesituation går i stå, mister værdi.

Advokat Ejvind Sandal kommenterer ovenstående problematik på følgende vis (Børsen 10. januar 2003): ”Virksomhedsledere bør indse, at den tid, en virksomhed har den samme ejer, reduceres væsentligt; mens man for 10-15 år siden havde en oplevelse af, at et ejerskab nærmest var uendeligt, indtil det modsatte var bevist, må vi nu erkende, at et ejerskab er midlertidigt, 5-10 år.”

Det at virksomheder i deres levetid fremover må forventes at blive handlet betydeligt hyppigere, end virksomheder tidligere har været handlet, stiller krav til ejerne af virksomhederne. Virksomhedens værdi bør løbende optimeres, og virksomheden må løbende gøres salgsmoden. Det er med andre ord en god øvelse løbende at vurdere, f.eks. hvordan virksomhedens største konkurrent ville betragte virksomheden, såfremt denne var interesseret i at købe virksomheden.

Ejvind Sandal formulerer det således ”Virksomhedslederne bør stå op om morgenen og se sig selv i spejlet og spørge: Hvad er min virksomhed værd i dag, i stedet for at spørge: Gad vidst hvor mange penge, vi tjener i dag ?”

## **2. Salg af selskaber ejet af holdingselskaber.**

Siden begyndelsen af 90'erne er der etableret op mod 20.000 holdingselskaber, hvoraf mange er etableret som et led i en forberedelse af et senere salg af driftsselskabet.

Disse selskaber er typisk karakteriseret ved at være ejerledet, dvs. at ejeren af holdingselskabet og lederen af driftsselskabet er én og samme person.

De umiddelbare fordele for eneejeren ved at etablere holdingselskab er:

- Risikoen ved at drive virksomheden kan afgrænses til driftsselskabet ved at udlodde (eller spalte), således at likvider, ejendomme el.lign. isoleres i andre selskaber,
- Værdien af driftsselskabet reduceres ved sådanne udlodninger, hvilket kan gøre det lettere at afhænde selskabet,
- Efter 3 års ejerskab er en eventuel avance ved et salg af aktierne i driftsselskabet skattefri, dvs. at såfremt ejeren ikke har behov for at få midlerne ud personligt, kan holdingselskabet investere, f.eks. i andre virksomheder, med ubeskattede midler.



Etableringen af de mange holdingselskaber betyder, at et stort antal af de virksomheder, der i dag skal afhændes, er driftsselskaber, der har været ejet af holdingselskaber i 3 år eller mere.

Udover ovenstående er sådanne driftsselskaber ofte karakteriseret af følgende:

#### **Lav løn til ejeren.**

Det vil i de fleste tilfælde kunne betale sig for virksomhedsejer at modtage udbytte frem for løn. Dette betyder, at mange virksomhedsejere ofte hæver en beskeden løn i driftsselskabet, og så i stedet modtager udbytte fra holdingselskabet. Dette stiller krav om en vis likviditet og egenkapital i holdingselskabet.

#### **Lav soliditet.**

Et af målene for ejeren er typisk at trække så mange midler som muligt op i holdingselskabet. Dette får konsekvenser for soliditeten, som ofte er meget lav i driftsselskabet.

#### **Driftsselskabet er finansieret af holdingselskabet.**

Udlodningen fra driftsselskaberne er i mange selskaber så voldsom, at der ikke er likviditet til rent faktisk at overføre midlerne. Er det en sund virksomhed, der vokser og samtidig tjener penge, vil der kunne udloddes et overskud, men vækst koster normalt likviditet, så det kan være vanskeligt at finansiere udbyttet. Dette betyder, at udbytte bliver overført til en mellemregningskonto, der så vokser år for år – i takt med at der udloddes udbytte hvert år.

Alternativet til ovenstående er naturligvis at tilvejebringe en fremmedfinansiering, der modsvarer mellemregningens størrelse. Dette vil mange ejere ikke finde hensigtsmæssigt, idet holdingselskabet ikke kan få sine midler forrentet til samme sats, som driftsselskabet skal betale i rente.

#### **Ringe likviditet i holdingselskabet.**

Når driftsselskabet, der jo reelt er det eneste selskab, der tjener penge, ikke kan udbetale udbyttet, overføres der ingen likviditet til holdingselskabet. Herved opnår man ikke det, der måske var det ene mål med holdingselskabet: at begrænse risikoen for den allerede optjente kapital ved at udlodde likviditeten til holdingselskabet.

Ovenstående karakteristika ved drifts- og holdingselskaber har indvirkning på værdiansættelsen af virksomheden.

Den lave løn gør naturligvis, at den potentielle køber må vurdere, om de lønomkostninger, der er afsat i regnskab og budget, svarer til det, der reelt er behov for. Det samme kan gøre sig gældende for andre udgiftsposter, f.eks. når driftsselskabet lejer sig ind i en bygninger ejet af indehaveren af holdingselskabet.

Den atypiske finansieringsstruktur i driftsselskabet med en meget lav egenkapital påvirker de værdiansættelsesprincipper, som typisk anvendes i forbindelse med vurdering af mindre og mellemstore virksomheder.

Ved en traditionel substansvurdering vil man normalt komme frem til en meget lav pris på virksomheden, idet egenkapitalen er lav.



Ved brug af markedsmultipler, hvor man beregner virksomhedens værdi ved ”ukritisk” at gange eksempelvis virksomhedens resultat før renter og skat med en given faktor, vil prisen ikke blive påvirket af den lave egenkapital og f.eks. høje renteomkostninger. I den teoretisk rigtige beregning bør der korrigeres for rentebærende gæld og likvider, hvorved et mere korrekt billede tegner sig af virksomhedens værdi. Denne korrektion foretages også ved en Discounted Cash Flow beregning.

Sammenfattende kan det konkluderes, at der i forbindelse med etablering af holdingselskab også bør tages hensyn til likviditeten i holding- og driftsselskabet, ligesom det bør overvejes, hvorledes potentielle købere vil vurdere finansieringsstrukturen i driftsselskabet.

### 3. Vores nye hjemmeside - [www.slpartneredk](http://www.slpartneredk)

For yderligere at styrke vores profil og position som en af landets førende rådgivere indenfor køb og salg af mindre og mellemstore virksomheder har vi opdateret og videreudviklet vores hjemmeside. Denne indeholder ikke kun kontaktinformation og præsentation af vores ydelser og virksomhed, men også navngivne referencer, artikler, nyhedsbreve, anden information og særlige links, der har relevans for vort forretningsområde. Se mere på [www.slpartneredk](http://www.slpartneredk).

### 4. Ønsker du fortsat at modtage dette nyhedsbrev?

Nyhedsbrevet fra Schrøder • Lucas & Partnere udsendes frit og kvit 3 til 4 gange om året til de abonnenter, der ønsker at modtage det. Hvis du ikke ønsker at modtage nyhedsbrevet, så giv besked på: [afmeld@slpartneredk](mailto:afmeld@slpartneredk). Tilmelding til elektronisk modtagelse af nyhedsbrevet med oplysning om navn og email-adresse kan altid ske til: [tilmeld@slpartneredk](mailto:tilmeld@slpartneredk).

For ris, ros og spørgsmål, samt øvrige henvendelser til Schrøder • Lucas & Partnere, skriv da på følgende email-adresse: [nyhedsbrev@slpartneredk](mailto:nyhedsbrev@slpartneredk)

Kontakt os med email eller på telefon:

Gert Jørgensen ([gj@slpartneredk](mailto:gj@slpartneredk)) +45 33 30 15 72;  
Gert Mortensen ([gm@slpartneredk](mailto:gm@slpartneredk)) +45 70 27 11 88;  
John Lucas ([lucas@buy-and-sell.it](mailto:lucas@buy-and-sell.it)) +45 70 20 45 70;  
Henrik Schrøder ([hs@slpartneredk](mailto:hs@slpartneredk)) +45 33 30 15 86;  
Sigge Enk ([se@slpartneredk](mailto:se@slpartneredk)) +45 33 30 15 89;

Venlig hilsen

Schrøder • Lucas & Partnere – [www.slpartneredk](http://www.slpartneredk)